

平安银行(000001)

报告日期: 2025年08月22日

盈利压力改善

——平安银行 2025 年中报点评

投资要点

□ 平安银行 2025H1 盈利降幅收敛，后续继续关注扩表动能修复及对公风险变化。

数据概览

25H1 平安银行营收、归母净利润同比分别-10.0%、-3.9%，降幅环比 25Q1 分别改善 3.0pc、1.7pc；25Q2 末平安银行不良率环比基本持平于 1.05%，25Q2 末平安银行拨备覆盖率环比回升 2pc 至 238%。

盈利压力改善

25H1 平安银行营收、归母净利润同比分别-10.0%、-3.9%，降幅环比 25Q1 分别改善 3.0pc、1.7pc，符合市场预期。

整体盈利压力有所改善，主要得益于非息收入拖累改善。驱动因素来看：（1）**规模**：平安银行扩表动能暂未修复，贷款投放仍以对公为主，中收益零售贷款试点暂时还未带动零售贷款恢复增长。同时平安银行主动压降同业资产和金融投资，判断是为优化资产结构和兑现部分收益。25Q2 日均生息资产环比下降 1.7%，其中同业资产和金融投资分别下降 4.0%、7.0%。（2）**非息**：25H1 平安银行中收、其他非息同比分别-2%、-19%，降幅分别较 25Q1 收敛 6.2pc、13.4pc。中收降幅收敛，判断与卡中收降幅改善有关。同时注意到，财富业务继续回暖，25H1 财富手续费收入同比增长 12.8%。

展望未来，随着息差基数走低，预计平安银行 2025 年全年盈利降幅有望收敛。

息差环比下行

平安银行 25Q2 息差（单季，下同）环比 25Q1 下降 7bp 至 1.76%，息差降幅略大于预期。（1）**资产端收益率环比下降 13bp 至 3.48%**，主要归因贷款利率行业性下行，以及零售占比下降。①收益率来看，贷款收益率环比下降 22bp，其中对公一般贷款、零售贷款环比分别下降 11bp、27bp；②结构来看，零售占比下降。25H1 日均贷款余额环比微涨 0.4%，其中一般对公环比+3.2%，零售环比-1.8%。

（2）**负债端成本率环比改善 10bp 至 1.74%**，延续快速下降态势。这主要得益于存款降息红利释放，以及主动负债成本随市场利率下行。25Q2 存款、发行债券、同业负债成本率分别环比下降 10bp、11bp、11bp。

展望未来，考虑到当前平安银行零售贷款利率仍然偏高（4.9%），叠加零售需求行业性疲弱，预计后续平安银行息差仍有继续下行压力。

资产质量平稳

平安银行 25H1 末不良率、关注率、逾期率环比分别持平、下降 2bp、下降 16bp 至 1.05%、1.76%、1.37%，存量指标有所改善，判断是加大了存量不良处置力度。生成指标来看，25H1 不良+关注 TTM 生成率环比微升 1bp 至 2.26%，仍处于高位。重点领域来看，零售不良继续改善，但对公不良出现波动，需继续关注。25H1 末平安银行零售、对公贷款不良率环比分别-5bp、+3bp 至 1.27%、0.91%。

盈利预测与估值

预计平安银行 2025-2027 年归母净利润同比-0.33%/2.93%/5.19%，对应 BPS 23.41/24.94/26.62 元。现价对应 PB 0.52/0.48/0.45 倍。维持目标价 14.00 元/股，对应 2025 年 0.60x PB，现价空间 16%，维持“买入”评级。

□ **风险提示**：宏观经济失速，不良大幅暴露。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005

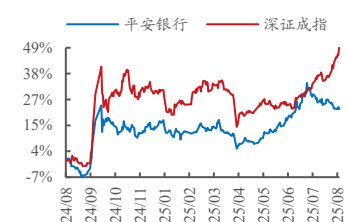
15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥12.06
总市值(百万元)	234,035.37
总股本(百万股)	19,405.92

股票走势图



相关报告

- 《经营地基显著夯实》
2025.04.19
- 《不良压力见顶回落》
2025.03.15
- 《负债成本显著优化》
2024.10.19

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	146,695	135,507	140,712	147,898
(+/-) (%)	-10.93%	-7.63%	3.84%	5.11%
归母净利润	44,508	44,362	45,662	48,034
(+/-) (%)	-4.19%	-0.33%	2.93%	5.19%
每股净资产(元)	21.89	23.41	24.94	26.62
P/B	0.55	0.52	0.48	0.45

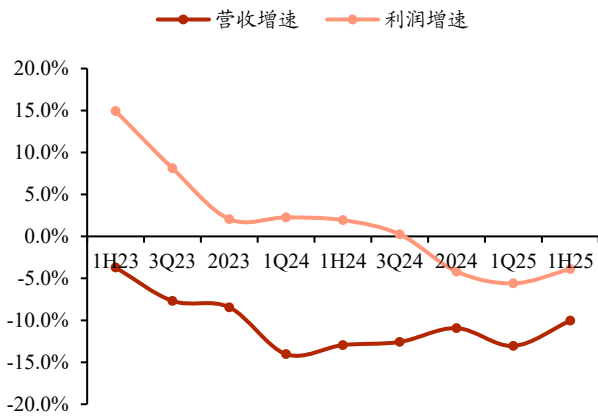
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

表 1: 平安银行 2025H1 业绩概览

维度	单位: 百万元	24H1	25Q1	25H1	环比变化	同比变化	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.88%	12.07%	10.74%	-1.3pc	-1.1pc	12.5%	7.4%	13.1%	1.6%	11.3%	6.9%	-4.4pc
	ROA (年化)	0.91%	0.98%	0.85%	-13bp	-6bp	1.06%	0.76%	0.96%	0.33%	0.98%	0.74%	-24bp
	拨备前利润	55,130	24,313	49,382	-10.4%	-10.4%	27,921	27,209	24,628	24,408	24,313	25,069	3.1%
	同比增速	-14.3%	-12.9%	-10.4%	2.5pc	n.a	-15.0%	-13.5%	-12.4%	0.0%	-12.9%	-7.9%	5.1pc
	归母净利润	25,879	14,096	24,870	-3.9%	-3.9%	14,932	10,947	13,850	4,779	14,096	10,774	-23.6%
	同比增速	1.9%	-5.6%	-3.9%	1.7pc	-5.8pc	2.3%	1.5%	-2.8%	-29.9%	-5.6%	-1.6%	4.0pc
	EPS (未年化)	1.23	0.62	1.18	-4.2%	-4.2%	0.77	0.56	0.71	0.25	0.73	0.56	-23.6%
BVPS (未年化)	21.23	22.48	22.68	0.9%	6.8%	21.42	21.23	21.67	21.89	22.48	22.68	0.9%	
特色指标	真实利润TTM	8,628	7,215	11,845		37.3%	16,538	13,190	7,561	10,460	14,221	13,677	-3.8%
	真实利润TTM对应ROE						3.56%	2.79%	1.58%	2.15%	2.90%	2.75%	-0.1pc
	不含债真实利润TTM	1,731	6,085	6,882		297.6%	9,939	4,602	-1,785	-2,224	3,120	2,927	-6.2%
	不含债真实利润TTM对应ROE						2.1%	1.0%	-0.4%	-0.5%	0.6%	0.6%	0.0pc
	存贷利差 (半年度)	2.60%	n.a	2.23%		n.a	2.60%	2.60%	2.45%	2.45%	2.23%	2.23%	
	存贷利差-不良生成 (半年度)	0.38%	n.a	0.02%		n.a	0.38%	0.38%	0.08%	0.08%	0.02%	0.02%	
存贷利差-真实不良生成 (半年度)	0.19%	n.a	0.32%		n.a	0.19%	0.19%	-0.08%	-0.08%	0.32%	0.32%		
收入拆分	营业收入	77,132	33,709	69,385	-10.0%	-10.0%	38,770	38,362	34,450	35,113	33,709	35,676	5.8%
	同比增速	-13.0%	-13.1%	-10.3%	3.0pc	2.9pc	-14.0%	-11.8%	-11.7%	-5.3%	-13.1%	-7.0%	6.1pc
	利息净收入	49,086	22,788	44,507	-9.3%	-9.3%	25,157	23,929	23,450	20,891	22,788	21,719	-4.7%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	5,086,473	5,086,702	5,093,533	0.1%	0.1%	5,085,411	5,087,536	5,045,982	5,041,218	5,086,702	5,100,365	0.3%
	净息差 (日均余额口径)	1.96%	1.83%	1.80%	-3bp	-16bp	2.01%	1.91%	1.87%	1.70%	1.83%	1.76%	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.93%	1.79%	1.75%	-4bp	-18bp	1.98%	1.88%	1.86%	1.66%	1.79%	1.70%	-9bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	4.09%	3.53%	3.45%	-8bp	-64bp	4.20%	3.99%	3.90%	3.58%	3.53%	3.37%	-16bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.21%	1.78%	1.73%	-5bp	-48bp	2.27%	2.15%	2.08%	1.95%	1.78%	1.68%	-10bp
	非利息净收入	28,046	10,921	24,878	-11.3%	-11.3%	13,613	14,433	11,000	14,222	10,921	13,957	27.8%
	手续费净收入	12,997	6,593	12,739	-2.0%	-2.0%	7,181	5,816	5,714	5,401	6,593	6,146	-6.8%
	其他非息收入	15,049	4,328	12,139	-19.3%	-19.3%	6,432	8,617	5,286	8,821	4,328	7,811	80.5%
	业务及管理费	21,109	9,055	19,206	-9.0%	-9.0%	10,430	10,679	9,467	10,006	9,055	10,151	12.1%
	成本收入比	27.37%	26.86%	27.68%	0.8pc	0.3pc	26.90%	27.84%	27.48%	28.50%	26.86%	28.45%	1.6pc
	资产减值损失	23,153	7,430	19,450	-16.0%	-16.0%	9,396	13,757	8,861	17,414	7,430	12,020	61.8%
	贷款减值损失	23,775	7,956	23,895	0.5%	0.5%	11,128	12,647	9,099	20,050	7,956	15,939	100.4%
	信用成本	1.39%	0.94%	1.41%	47bp	1bp	1.29%	1.47%	1.07%	2.37%	0.94%	1.87%	93bp
	所得税费用	6,098	2,787	5,062	-17.0%	-17.0%	3,593	2,505	1,917	2,215	2,787	2,275	-18.4%
有效税率	19.07%	16.51%	16.91%	0.4pc	-2.2pc	19.40%	18.62%	12.16%	31.67%	16.51%	17.43%	0.9pc	
规模增长	总资产	5,754,033	5,777,858	5,874,961	1.7%	2.1%	5,729,398	5,754,033	5,745,988	5,769,270	5,777,858	5,874,961	1.7%
	生息资产余额	5,052,167	5,130,764	5,069,965	-1.2%	0.4%	5,122,904	5,052,167	5,039,796	5,042,640	5,130,764	5,069,965	-1.2%
	贷款总额	3,413,474	3,411,713	3,408,498	-0.1%	-0.1%	3,482,088	3,413,474	3,383,271	3,374,103	3,411,713	3,408,498	-0.1%
	对公贷款	1,592,139	1,682,667	1,682,520	0.0%	5.7%	1,603,958	1,592,139	1,595,924	1,606,935	1,682,667	1,682,520	0.0%
	个人贷款	1,821,335	1,729,046	1,725,978	-0.2%	-5.2%	1,878,130	1,821,335	1,787,347	1,767,168	1,729,046	1,725,978	-0.2%
	同业资产	394,103	471,279	459,588	-2.5%	16.6%	360,206	394,103	411,562	432,061	471,279	459,588	-2.5%
	金融投资	1,512,613	1,489,161	1,652,300	11.0%	9.2%	1,445,509	1,512,613	1,584,012	1,597,074	1,489,161	1,652,300	11.0%
	存放央行	305,998	291,060	264,474	-9.1%	-13.6%	322,076	305,998	281,777	268,973	291,060	264,474	-9.1%
	总负债	5,272,164	5,271,746	5,364,899	1.8%	1.8%	5,243,822	5,272,164	5,255,519	5,274,428	5,271,746	5,364,899	1.8%
	付息负债余额	4,955,295	4,998,417	5,104,980	2.1%	3.0%	5,005,221	4,955,295	4,957,202	4,949,687	4,998,417	5,104,980	2.1%
	吸收存款	3,570,812	3,667,108	3,694,471	0.7%	3.5%	3,452,305	3,570,812	3,533,789	3,533,678	3,667,108	3,694,471	0.7%
	企业活期	831,505	n.a	905,384		8.9%	831,505	n.a	833,144	n.a	905,384	n.a	
	个人活期	389,574	n.a	381,508		-2.1%	389,574	n.a	358,073	n.a	381,508	n.a	
	企业定期	1,448,962	n.a	1,461,749		0.9%	1,448,962	n.a	1,413,354	n.a	1,461,749	n.a	
	个人定期	900,771	n.a	945,830		-5.0%	900,771	n.a	929,107	n.a	945,830	n.a	
	同业负债	650,253	640,299	649,210	1.4%	-0.2%	628,845	650,253	671,226	634,699	640,299	649,210	1.4%
	发行债券	607,932	542,593	547,071	0.8%	-10.0%	758,920	607,932	613,547	695,200	542,593	547,071	0.8%
	向央行借款	126,298	148,417	214,228	44.3%	69.6%	165,151	126,298	138,640	86,110	148,417	214,228	44.3%
	所有者权益	481,869	506,112	510,062	0.8%	5.9%	485,576	481,869	490,469	494,842	506,112	510,062	0.8%
总股本	19,406	19,406	19,406	0.0%	0.0%	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406	0.0%	
资产质量	不良贷款	36,396	36,043	35,869	-0.5%	-1.4%	37,122	36,396	36,000	35,738	36,043	35,869	-0.5%
	不良率	1.07%	1.06%	1.05%	0bp	-1bp	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.05%	0bp
	关注贷款	63,030	60,730	59,954	-1.3%	-4.9%	61,753	63,030	66,626	64,960	60,730	59,954	-1.3%
	关注率	1.85%	1.78%	1.76%	-2bp	-9bp	1.77%	1.85%	1.97%	1.93%	1.78%	1.76%	-2bp
	逾期贷款	47,565	52,095	46,760	-1.7%	-1.7%	47,565	52,266	51,276	51,276	46,760	46,760	
	逾期率	1.39%	1.53%	1.37%	-2bp	-2bp	1.39%	1.54%	1.52%	1.52%	1.37%	1.37%	
	不良生成额 TTM	37,778	17,370	32,254	-1.4%	-1.4%	84,130	82,981	84,641	80,828	79,425	80,304	1.1%
	不良生成率 TTM	2.22%	2.06%	2.21%	-1bp	-1bp	2.45%	2.41%	2.47%	2.37%	2.28%	2.35%	7bp
	真实不良生成额 TTM	41,076	13,140	32,248	-21.5%	-21.5%	85,611	86,122	90,643	86,056	78,402	77,228	-1.5%
	真实不良生成率 TTM	2.41%	1.56%	1.91%	-50bp	-50bp	2.49%	2.50%	2.65%	2.53%	2.25%	2.26%	1bp
	逾期生成额 TTM	36,432	17,884	32,607	-10.5%	-10.5%	79,856	81,449	87,435	83,851	83,315	80,026	
	逾期生成率 TTM	2.14%	2.12%	1.93%	-21bp	-21bp	2.32%	2.37%	2.55%	2.46%	2.39%	2.34%	
	核销转出额	37,418	17,065	37,123	117.5%	-0.8%	17,687	19,731	10,282	33,426	17,065	20,058	17.5%
	核销转出率	207.67%	191.00%	207.75%	16.7pc	0.1pc	196.33%	212.61%	113.00%	371.40%	191.00%	222.60%	31.6pc
逾期90+偏离度	64.8%	64.2%	66.5%		1.7pc	64.8%	61.7%	63.1%	61.1%	66.5%	66.5%		
拨备覆盖率	264%	237%	238%	2pc	-25.8pc	261.7%	264.3%	251.2%	250.7%	236.5%	238.5%	2.0pc	
拨贷比	2.82%	2.50%	2.51%	1bp	-31bp	2.79%	2.82%	2.67%	2.66%	2.50%	2.51%	1bp	
资本情况	风险加权资产	4,287,434	4,436,527	4,547,880	2.5%	6.1%	4,183,716	4,287,434	4,385,177	4,445,117	4,436,527	4,547,880	2.5%
	核心一级资本充足率	9.33%	9.41%	9.31%	-10bp	-2bp	9.59%	9.33%	9.33%	9.12%	9.41%	9.31%	-10bp
	一级资本充足率	10.97%	10.99%	10.85%	-14bp	-12bp	11.26%	10.97%	10.93%	10.69%	10.99%	10.85%	-14bp
	资本充足率	12.76%	13.44%	13.26%	-18bp	50bp	13.79%	12.76%	13.39%	13.11%	13.44%	13.26%	-18bp
	分红	4,774	4,850	4,850	-4.1%	-4.1%	4,774	4,774	4,774	4,774	4,850	4,850	
DPS	0.25	0.24	0.24		77.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.24	0.24		

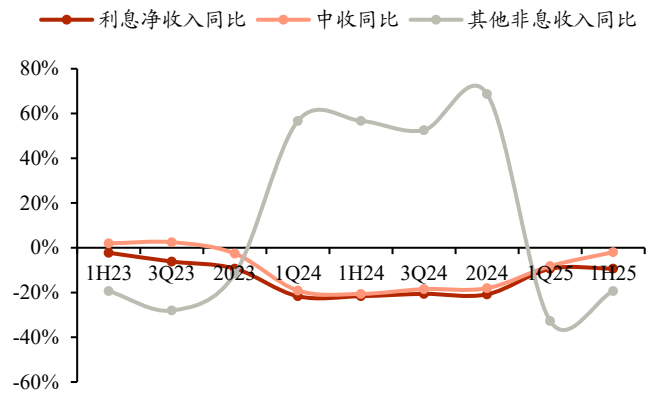
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

图1: 25H1 盈利压力改善



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图2: 25H1 非息降幅收窄



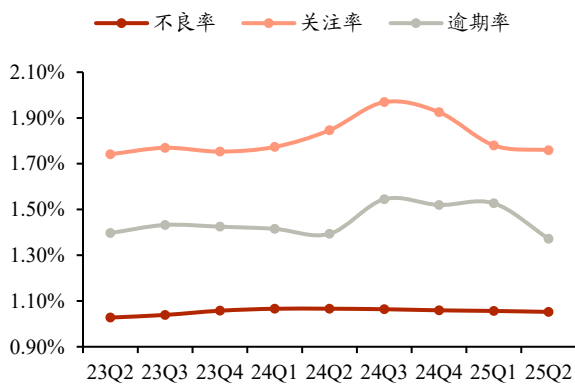
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表2: 平安银行 25Q2 单季生息资产、付息负债的日均余额和成本率变动情况

生息资产			付息负债		
	Δ 收益率	日均余额环比变化		Δ 成本率	日均余额环比变化
生息资产	-13bp	-1.75%	付息负债	-10bp	0.66%
贷款	-22bp	0.39%	存款	-10bp	0.97%
对公一般贷款	-11bp	3.22%	企业活期	-5bp	-1.39%
零售贷款	-27bp	-1.81%	个人活期	-5bp	-3.25%
投资	3bp	-7.02%	企业定期	-18bp	3.24%
同业	-14bp	-4.01%	个人定期	-12bp	1.20%
准备金	3bp	-5.59%	债券	-11bp	0.59%
			同业	-11bp	-0.95%

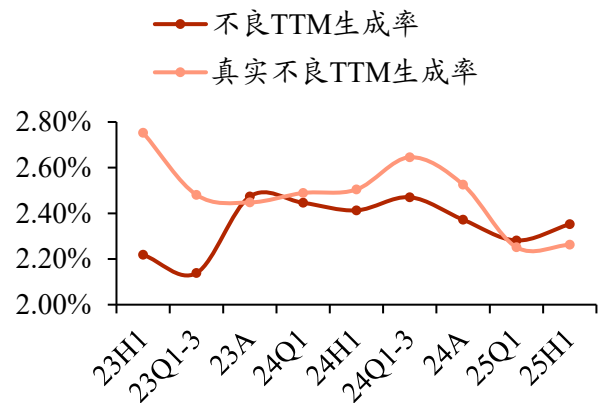
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图3: 25Q2 末存量不良指标稳中向好



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图4: 25Q2 真实不良生成率 TTM 保持平稳



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表3: 25Q2末平安银行表内外对公房地产敞口情况

单位: 亿元/%	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	环比
承担信用风险的敞口	2,742	2,733	2,677	2,702	1%
占总资产	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	0.0pc
房地产贷款	2,519	2,452	2,385	2,298	-4%
占总贷款	7.4%	7.3%	7.0%	6.7%	-0.2pc
不良率	1.34%	1.79%	2.25%	2.21%	-4bp
开发贷	801	766	751	722	-4%
占总贷款	2%	2%	2%	2%	-0.1pc
不承担信用风险的敞口	767	759	719	714	-1%
占 AUM	2%	2%	2%	2%	0.0pc
代销信托及基金	334	327	325	320	-2%
占 AUM	1%	1%	1%	1%	0.0pc

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	268,973	313,013	328,664	345,097
同业资产	432,061	453,664	476,347	500,165
贷款总额	3,374,103	3,542,808	3,719,949	3,905,946
贷款减值准备	(88,643)	(73,898)	(80,636)	(88,183)
贷款净额	3,294,053	3,468,911	3,639,312	3,817,763
证券投资	1,597,074	1,492,093	1,573,170	1,660,176
其他资产	177,109	220,067	231,202	242,947
资产合计	5,769,270	5,947,748	6,248,695	6,566,148
同业负债	720,809	742,433	779,555	818,533
存款余额	3,533,678	3,639,688	3,821,673	4,012,756
应付债券	695,200	716,056	751,859	789,452
其他负债	324,741	325,416	341,686	358,771
负债合计	5,274,428	5,423,593	5,694,773	5,979,512
股东权益合计	494,842	524,155	553,922	586,637

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	93,427	85,878	88,602	93,182
净手续费收入	24,112	23,389	24,558	25,786
其他非息收入	29,156	26,240	27,552	28,930
营业收入	146,695	135,507	140,712	147,898
税金及附加	(1,479)	(1,268)	(1,325)	(1,391)
业务及管理费	(40,582)	(37,487)	(38,927)	(40,915)
营业外净收入	(468)	0	0	0
拨备前利润	104,166	96,752	100,460	105,592
资产减值损失	(49,428)	(42,193)	(44,303)	(46,518)
税前利润	54,738	54,559	56,157	59,074
所得税	(10,230)	(10,197)	(10,495)	(11,040)
税后利润	44,508	44,362	45,662	48,034
归属母公司净利润	44,508	44,362	45,662	48,034
归属母公司普通股股东净利润	41,659	41,513	42,813	45,185

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	-20.82%	-8.08%	3.17%	5.17%
手续费净增速	-18.07%	-3.00%	5.00%	5.00%
非息净收入增速	14.04%	-6.83%	5.00%	5.00%
拨备前利润增速	-10.83%	-7.12%	3.83%	5.11%
归属母公司净利润增速	-4.19%	-0.33%	2.93%	5.19%
盈利能力				
ROAE	10.07%	9.44%	9.13%	9.03%
ROAA	0.78%	0.76%	0.75%	0.75%
风险加权资产回报率	1.03%	0.98%	0.97%	0.97%
生息率	3.92%	3.60%	3.58%	3.58%
付息率	2.11%	1.95%	1.96%	1.96%
净利差	1.80%	1.65%	1.62%	1.62%
净息差	1.84%	1.68%	1.68%	1.68%
成本收入比	27.66%	27.66%	27.66%	27.66%
资本状况				
资本充足率	13.11%	13.11%	13.21%	13.32%
核心一级资本充足率	9.12%	9.51%	9.66%	9.84%
风险加权系数	77.05%	77.41%	77.41%	77.41%
股息支付率	28.32%	28.32%	28.32%	28.32%

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	35,738	37,564	38,971	40,919
不良贷款净生成率	2.37%	1.77%	1.10%	1.10%
不良贷款率	1.06%	1.06%	1.05%	1.05%
拨备覆盖率	251%	197%	207%	216%
拨贷比	2.66%	2.09%	2.17%	2.26%
流动性				
贷存比	95.48%	97.34%	97.34%	97.34%
贷款/总资产	58.48%	59.57%	59.53%	59.49%
平均生息资产/平均总资产	88.41%	88.22%	88.03%	88.04%
每股指标 (元)				
EPS	2.15	2.14	2.21	2.33
BVPS	21.89	23.41	24.94	26.62
每股股利	0.61	0.61	0.62	0.66
估值指标				
P/E	5.62	5.64	5.47	5.18
P/B	0.55	0.52	0.48	0.45
P/PPOP	2.25	2.42	2.33	2.22
股息收益率	5.04%	5.02%	5.18%	5.47%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>